

电力设备新能源 2010 年报 2011 一季报综述

业绩受成本售价挤压，子行业增长分化

韩玲 分析师

电话：021-68828545

eMail: gfh1@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511030002

电力设备及新能源板块跑输大盘

今年 1~4 月，沪深 300 涨幅为 3.16%，而同期电力设备和新能源行业成分区间涨跌幅分别为-13.06%和-14.97%，在各行业板块中涨幅中位于倒数第二和第四位，明显跑输大盘。我们认为，集中披露的年报、一季报业绩欠佳对股价走势产生较大影响。由于去年电网投资下降、国网集中招标低价中标政策、原材料价格上涨以及智能电网建设进度低于预期等因素的影响，导致传统输配电行业盈利能力下降，业绩低于市场预期。

行业板块估值回落

对应 2011 年预测业绩，电力设备和新能源行业的 PE 估值分别为 25.56 和 20.91 倍，较去年一季度超过 35 倍的估值水平已出现回落。从细分子行业来看，受发展增速减缓影响较为突出的风电与核电板块估值最低，在 17~18 倍之间；二次设备估值仍在各子行业中位于首位，PE 估值超过 33 倍。

2010 年度行业盈利增速下滑

电力设备新能源 97 家上市公司 2010 年共实现营业收入 4189.1 亿元，同比增长 23.1%；实现净利润 315.5 亿元，同比增长 24.7%。而上年同期营业收入和净利润的增速分别为 10.9%和 52.5%，行业盈利增速下滑明显。

2011 年一季报延续年报趋势

一季报数据显示，行业营业收入和净利润同比增幅分别为 18.7%和 11.9%，盈利增速缓于收入增长。与 2010 年报相比，风电行业净利润下滑最为明显，而输配电一次高压设备行业盈利能力仍未能得到改善，净利润同比出现较大负增长。除工控子行业外，行业毛利率水平基本延续年报的下降趋势。

投资高成长公司及利润率恢复公司

行业中业绩增长较快的公司集中在太阳能和工控领域，而输配电行业在原材料价格基本稳定、招标价格开始回升的情况下，在今年下半年盈利水平有望企稳回升。我们建议在板块估值修复的过程中关注成长性明确，有充分业绩支撑的上市公司。我们重点推荐英威腾、特变电工、海通集团、正泰电器、汇川技术、龙源技术、精工科技等上市公司。

风险提示

行业主要面临的风险有：上游原材料价格波动风险，光伏产业政策风险等。

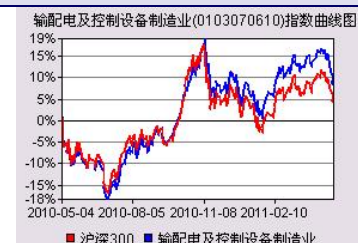
行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



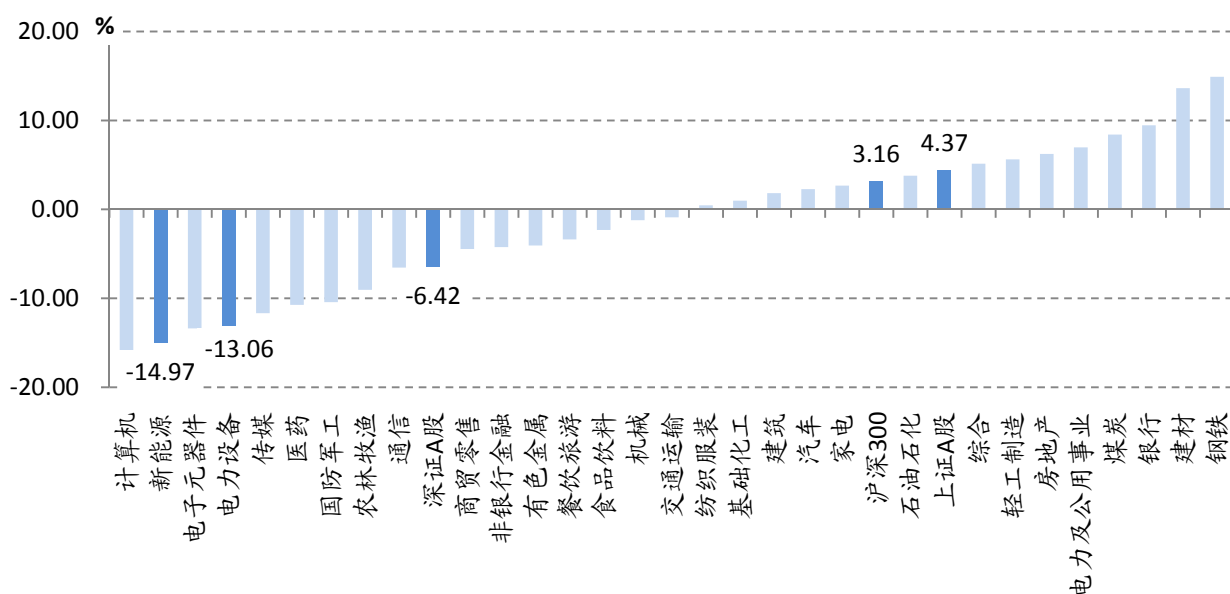
市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-3.20%	3.21%	9.36%
沪深 300	-2.44%	3.75%	4.09%

投资摘要及估值比较

电力设备及新能源板块跑输大盘

今年1~4月，沪深300涨幅为3.16%，而同期新能源和电力设备行业成份区间涨跌幅分别为-14.97%和-13.06%，在各行业板块涨幅中位于倒数第二和第四位，明显跑输大盘。我们认为，集中披露的年报、一季报成绩欠佳对市场产生了较大影响。由于去年电网投资下降、国网集中招标低价中标政策、原材料价格上涨以及智能电网建设进度低于预期等因素的影响，导致传统输配电行业盈利能力下降、业绩低于市场预期。

图 1: 2011 年 1~4 月板块涨跌幅比较

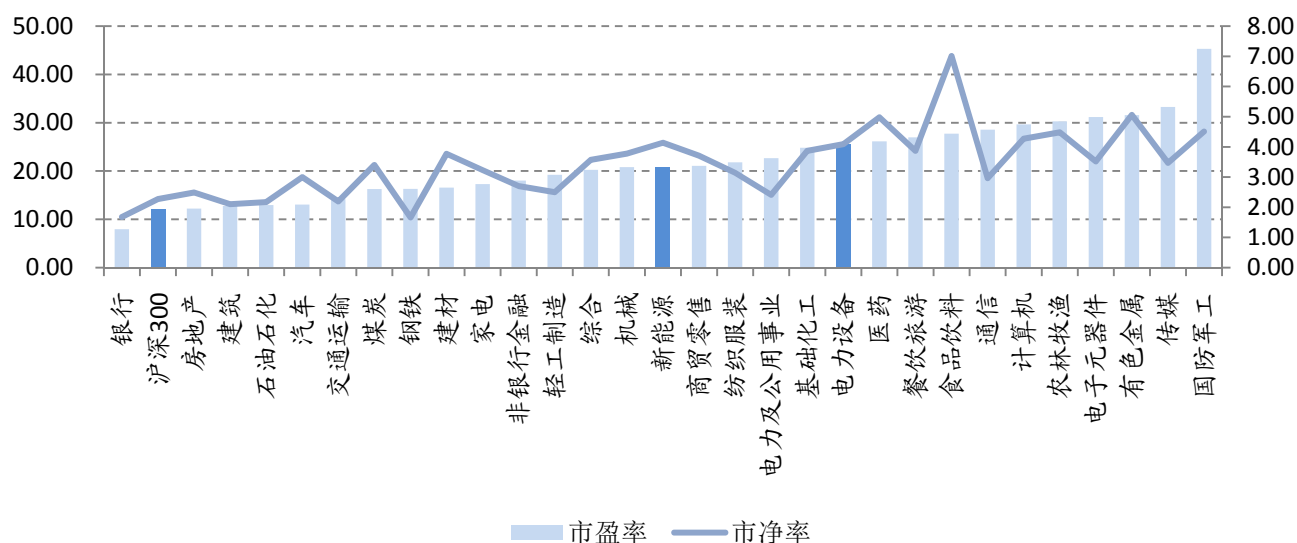


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

行业板块估值回落

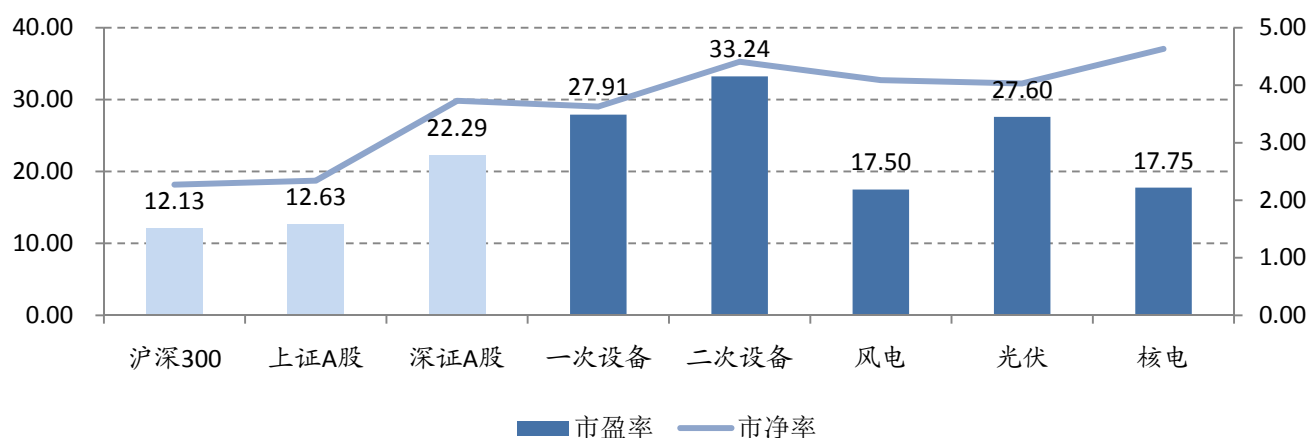
对应于2011年预测业绩，电力设备和新能源板块的PE估值分别为25.56和20.91倍，较去年一季度超过35倍的估值水平已出现回落。从细分子行业来看，受发展增速减缓影响较为突出的风电与核电板块估值最低，在17~18倍之间；二次设备估值水平仍在各子行业中位于首位，PE估值超过33倍。

图 2: 2011 年 4 月 29 日行业板块估值比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 2011 年 4 月 29 日电力设备及新能源子行业估值比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议

去年输配电一次高压设备受到销售价格和原材料成本的双向压力，业绩表现欠佳。今年以来，在原材料方面，铜、铝、钢铁板材等价格小幅波动，涨幅在1%~3%之间，基本维持稳定，而取向硅钢价格涨幅超过34%。在销售方面，今年第一批招标设备价格已开始回升，但集中招标范围扩大，110kV及以下电压等级设备招标数量增幅明显，此举对行业盈利能力的影响还有待进一步观察。我们建议短期关注议价能力较强、下游市场主要为配电、用电端客户的上市公司，回避核电等发展速度受限的板块。

子行业增长分化

我们选择了97家具有代表性的电力设备及新能源上市公司为样本，基本涵盖了板块中的各细分子行业。

表 1: 电力设备新能源上市公司样本选择

电力设备		
输配电一次设备	高压设备	东北电气、思源电气、长高集团、特变电工、平高电气、天威保变、三变科技、中国西电
	中低压设备	东源电器、鑫龙电器、特锐德、深圳惠程、北京科锐、中联电气、森源电气、中能电气、长征电气、长城电工、宝光股份、广电电气、置信电气、正泰电器、众业达
	电缆	上风高科、南洋股份、万马电缆、太阳电缆、中利科技、摩恩电气、中超电缆、汉缆股份、金杯电工、通达股份、长园集团、经纬电材、三普药业、宝胜股份
输配电二次设备	保护及监控	许继电气、金智科技、万力达、理工监测、积成电子、中元华电、国电南自、国电南瑞、四方股份、ST 阿继
	电表	科陆电子、浩宁达
	电源设备	奥特迅、科华恒盛、中恒电气、鼎汉技术、科士达、南都电源、科泰电源
发电设备	浙富股份、东方电气、华光股份、杭锅股份、上海电气	
电机	江特电机、方正电机、大洋电机、金龙机电、湘电股份、卧龙电气	
工控	海德控制、英威腾、新时达、汇川技术	
高压变频	荣信股份、智光电气、九洲电气、合康变频	
发电厂环保	海陆重工、龙源技术、燃控科技、杭锅股份	
无功补偿	和顺电气、恒顺电气、荣信股份	
新能源		
风电	湘电股份、金风科技、天顺风能、泰胜风能、华仪电气、华锐风电、银星能源	
太阳能	拓日新能、东方日升、向日葵、超日太阳、新大新材、天龙光电、精工科技、金刚玻璃、南玻 A	
核电	东方电气、上海电气、南风股份、中核科技	

数据来源：广发证券发展研究中心

2010年电力设备盈利增速下滑

在上市公司统计样本中，2010年共实现营业收入4189.1亿元，同比增长23.1%；实现净利润315.5亿元，同比增长24.7%，而上年同期营业收入和净利润的增速分别为10.9%和52.5%，行业盈利增速下滑明显。2010年行业净利润增幅超过营业收入的主要贡献来自于新能源板块，电力设备和新能源两个板块的净利润增速分别为13.4%和43.0%。

在分类统计的15个细分行业中，收入增速最快的三个子行业分别是电表、太阳能和

风电。净利润增速位于前三位的是太阳能、工控和保护及监控设备。受去年电网投资下降、国网集中招标以及原材料价格上涨等因素的影响，输配电一次设备中高压设备的净利润出现大幅下滑，同比下降21.5%。

表 2：2010 年电力设备新能源细分行业经营效益指标（百万元）

行业分类		销售 收入	销售 成本	毛利润	销售 费用	管理 费用	财务 费用	净利润	扣非后 净利润
发电设备	当期值	108645	88264	20381	2815	9298	36	6011	4796
	同比%	11.7	9.4	22.7	10.9	21.7	(63.5)	32.1	26.8
高压	当期值	43731	34045	9686	2671	2843	679	3521	2690
	同比%	6.9	9.8	(2.0)	8.3	22.1	(1.2)	(21.5)	(26.6)
中低压	当期值	19156	14295	4861	1076	1411	54	1910	1728
	同比%	21.3	23.1	16.4	15.4	31.7	(48.9)	10.6	7.5
电缆	当期值	35510	29985	5525	1906	960	391	1842	1487
	同比%	91.2	96.9	65.0	92.0	61.1	105.8	25.0	23.8
保护及监 控	当期值	11722	7897	3825	1216	1284	159	1154	1039
	同比%	27.0	27.9	25.1	27.7	20.6	(12.8)	45.7	38.8
电表	当期值	1289	831	458	99	140	3	161	154
	同比%	83.2	107.3	51.2	39.5	53.4	(19.2)	20.7	19.9
电源设备	当期值	3934	2818	1117	336	302	(29)	436	415
	同比%	19.1	26.0	4.6	15.7	34.2	(246.0)	(5.4)	(4.9)
电机	当期值	13142	10709	2433	628	735	101	751	656
	同比%	35.0	46.7	20.6	16.1	23.2	18.1	25.9	18.7
工控	当期值	3053	2048	1005	235	324	(26)	446	405
	同比%	39.7	33.9	53.0	59.0	47.5	(1170.4)	54.1	64.9
高压变频	当期值	2654	1618	1036	307	284	(6)	461	413
	同比%	30.5	32.2	27.9	47.1	27.8	(131.7)	34.6	30.4
发电厂环 保	当期值	5060	3772	1288	131	392	(16)	628	541
	同比%	13.2	15.6	6.9	17.0	17.7	(724.4)	28.5	15.9
无功补偿	当期值	1682	934	748	191	213	14	343	294
	同比%	40.6	41.2	39.8	60.7	29.3	46.8	44.0	36.9
风电	当期值	48495	38006	10489	1879	1327	439	5707	5453
	同比%	49.0	51.0	42.3	42.7	27.3	143.2	40.1	37.3
太阳能	当期值	18654	13352	5302	566	1035	478	2667	2447
	同比%	78.5	82.9	68.4	51.4	45.7	120.2	79.5	67.4
核电	当期值	102189	83076	19112	2718	8821	(6)	5511	4366
	同比%	11.2	8.8	23.5	10.2	22.1	(107.4)	32.3	26.9

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3: 重点公司 2010 年报概览

	销售收入 (百万)		净利润 (百万)		毛利率 (%)		期间费用率 (%)		净利率 (%)	
	2010	同比 %	2010	同比 %	2010	变动	2010	变动	2010	变动
电力设备										
汇川技术	675	122.0	220	114.7	53.1	0.7	20.0	(0.5)	32.7	(1.1)
国电南瑞	2,482	39.5	475	89.7	33.3	2.6	14.3	(3.3)	19.1	5.1
东方电气	38,080	14.6	2,577	64.0	20.2	3.0	10.1	0.5	6.8	2.0
国电南自	2,376	25.3	133	49.4	27.7	1.4	23.7	1.2	5.6	0.9
荣信股份	1,337	45.0	267	44.2	46.2	(0.7)	28.0	0.7	20.0	(0.1)
英威腾	504	56.9	116	41.6	41.6	(0.5)	19.6	(1.0)	23.0	(2.5)
长园集团	1,574	62.4	192	36.1	42.3	0.5	25.7	(0.4)	12.2	(2.4)
置信电气	1,516	17.0	320	25.2	38.1	1.2	9.1	0.1	21.1	1.4
正泰电器	6,339	32.0	639	22.4	25.9	(2.3)	12.3	(0.3)	10.1	(0.8)
中能电气	242	29.2	49	19.0	47.7	2.7	18.0	0.2	20.1	(1.7)
森源电气	489	20.3	71	17.2	32.7	1.2	14.9	2.0	14.5	(0.4)
上海电气	63,176	9.3	2,819	12.7	17.7	1.2	11.9	0.8	4.5	0.1
许继电气	3,856	26.8	147	12.7	28.8	(3.6)	21.7	(1.6)	3.8	(0.5)
卧龙电气	2,904	30.1	211	6.7	17.5	(4.3)	9.8	(1.7)	7.3	(1.6)
天威保变	7,630	27.0	619	5.6	16.4	(2.8)	13.7	2.1	8.1	(1.6)
特变电工	17,770	20.4	1,611	5.4	21.1	(2.1)	11.0	(0.1)	9.1	(1.3)
中利科技	2,919	72.2	189	3.4	12.7	(7.8)	6.5	(1.9)	6.5	(4.3)
广电电气	1,138	(6.7)	203	(5.0)	28.8	3.6	19.5	3.3	17.8	0.3
中元华电	130	(17.4)	44	(23.9)	54.9	0.4	17.0	3.1	34.0	(2.9)
思源电气	1,877	(0.6)	554	(41.7)	41.7	(2.9)	24.8	1.7	29.5	(20.8)
中国西电	12,883	(8.0)	639	(44.6)	23.8	(1.3)	15.7	1.7	5.0	(3.3)
浩宁达	359	33.6	29	(46.4)	26.9	(13.6)	16.5	(3.2)	8.2	(12.2)
平高电气	2,046	(12.6)	5	(96.2)	22.3	2.1	21.3	1.9	0.3	(5.8)
平均	27.7		13.6			(0.9)		0.2		(2.3)
新能源										
精功科技	975	52.2	91	292.6	23.5	5.0	13.9	(6.4)	9.4	5.7
拓日新能	588	156.2	96	188.7	34.4	0.6	14.7	(2.6)	16.4	1.8
向日葵	2,329	129.0	251	143.2	21.7	(0.8)	11.2	4.1	10.8	0.6
东方日升	2,375	182.1	275	136.9	22.1	(3.7)	10.4	1.0	11.6	(2.2)
南玻 A	7,744	46.7	1,455	74.9	36.2	1.2	12.0	(2.6)	18.8	3.0
湘电股份	6,760	32.1	217	64.2	17.9	(0.8)	12.6	(1.6)	3.2	0.6
华锐风电	20,325	48.0	2,856	50.9	20.6	(0.1)	3.2	(0.1)	14.1	0.3
金风科技	17,596	63.9	2,290	31.2	23.5	(2.8)	9.3	(0.0)	13.0	(3.2)
超日太阳	2,687	103.8	220	29.7	18.9	(4.8)	8.1	0.8	8.2	(4.7)
南风股份	339	18.3	62	28.5	32.7	0.5	10.5	(1.0)	18.4	1.5
平均	83.2		104.1			(0.6)		(0.8)		0.3

数据来源: 广发证券发展研究中心

2011年一季度延续年报趋势

由于行业较为显著的季节性特点，2011年一季度营业收入和净利润环比普遍下降。观察同比增速，输配电一次高压设备是唯一出现收入负增长的子行业，净利润数据同样堪忧，今年仍面临较为严峻的增长压力。净利润同比增速最快的是太阳能和工控设备，基本延续了2010年报体现出的整体趋势。核电建设放缓对行业的影响在一季报中尚未显现，其营业收入和净利润分别同比增长15.0%和22.8%。

表 4：2011 年一季度电力设备新能源细分行业经营效益指标（百万元）

行业分类		销售收入	销售成本	毛利润	销售费用	管理费用	财务费用	净利润
发电设备	当期值	25837	21094	4743	691	2120	(16)	1555
	同比%	15.3	15.6	13.9	19.9	26.2	(157.1)	19.1
	环比%	(18.3)	(16.5)	(25.2)	(5.3)	(36.3)	(1.7)	1.3
高压	当期值	8128	6319	1809	518	699	113	510
	同比%	(10.5)	(9.2)	(14.8)	8.0	16.4	(33.1)	(41.3)
	环比%	(40.3)	(42.2)	(32.5)	(43.1)	(31.9)	(43.4)	(11.9)
中低压	当期值	4502	3443	1059	267	325	(28)	379
	同比%	29.4	33.8	16.9	35.7	27.2	(265.6)	6.5
	环比%	(19.6)	(18.0)	(24.3)	(33.5)	(32.3)	(930.0)	(27.1)
电缆	当期值	7676	6472	1204	448	257	115	319
	同比%	72.1	73.2	66.2	121.3	59.6	186.7	21.9
	环比%	(28.6)	(29.0)	(26.1)	(27.3)	(19.5)	2.2	(33.0)
保护及监控	当期值	1792	1219	573	222	290	40	66
	同比%	24.6	25.5	22.9	17.8	29.5	59.2	28.3
	环比%	(58.5)	(59.5)	(56.0)	(39.3)	(26.4)	1.9	(87.0)
电表	当期值	176	118	58	22	35	(1)	6
	同比%	80.0	109.5	39.8	46.0	48.0	(219.7)	40.4
	环比%	(69.4)	(71.3)	(64.6)	(33.2)	(30.3)	(125.5)	(88.3)
电源设备	当期值	903	663	240	85	82	(17)	75
	同比%	11.8	14.4	5.2	23.2	38.6	(664.5)	(3.9)
	环比%	(32.8)	(31.2)	(36.8)	(25.8)	(24.6)	1.5	(52.4)
电机	当期值	2935	2408	527	128	187	50	198
	同比%	25.9	33.4	10.8	14.1	12.5	227.6	38.8
	环比%	(26.8)	(28.7)	(17.0)	(41.5)	5.4	110.7	(8.7)
工控	当期值	676	430	246	62	99	(20)	92
	同比%	29.7	18.5	55.3	34.1	58.2	(401.5)	69.6
	环比%	(25.6)	(28.5)	(20.0)	(20.9)	(14.8)	(36.3)	(30.1)
高压变频	当期值	679	415	265	81	80	4	88
	同比%	38.9	38.7	39.3	44.7	29.1	278.4	19.5
	环比%	(18.0)	(19.7)	(15.1)	(16.1)	3.9	429.4	(45.1)
发电厂环保	当期值	1098	843	255	26	94	(14)	96
	同比%	7.6	13.5	(8.3)	3.5	27.9	(768.0)	(20.8)
	环比%	(24.7)	(24.8)	(24.1)	(36.1)	(34.6)	(35.6)	(49.8)

	当期值	460	259	201	52	52	7	73
无功补偿	同比%	36.4	34.0	39.7	57.4	18.7	2683.5	19.5
	环比%	19.9	20.3	19.3	(8.1)	11.6	34.1	(21.6)
风电	当期值	3990	3174	816	244	254	102	299
	同比%	17.7	25.8	(5.8)	21.1	40.6	222.8	(8.8)
	环比%	(60.7)	(60.8)	(60.5)	(63.4)	(17.5)	(33.9)	(66.9)
太阳能	当期值	5206	3760	1446	155	271	(3)	766
	同比%	50.0	50.5	48.7	50.5	29.6	(102.5)	85.6
	环比%	(10.8)	(8.7)	(15.6)	(16.4)	(34.5)	(102.4)	(10.8)
核电	当期值	24252	19780	4471	677	2010	(19)	1463
	同比%	15.0	15.0	15.0	19.4	27.0	(202.2)	22.8
	环比%	(18.7)	(17.1)	(25.2)	0.5	(36.9)	30.1	7.0

数据来源：广发证券发展研究中心

注：为统一环比、同比计算口径，表中剔除了通达股份、四方股份、恒顺电气和华锐风电四家公司。

表 5：重点公司 2011 年一季报概览

	销售收入（百万）		净利润（百万）		毛利率（%）		期间费用率（%）		净利率（%）	
	2011Q1	同比 %	2011Q1	同比 %	2011Q1	变动	2011Q1	变动	2011Q1	变动
电力设备										
中能电气	76	199.3	13	193.7	45.7	(1.0)	15.4	(8.6)	17.5	(0.3)
汇川技术	208	106.5	72	158.2	55.4	5.8	17.9	(5.6)	34.4	6.9
森源电气	112	30.3	17	66.9	32.5	1.9	14.0	(2.3)	15.0	3.3
国电南瑞	514	36.4	51	53.9	27.4	(1.4)	17.3	(4.3)	9.9	1.1
卧龙电气	744	13.6	68	46.6	12.5	(7.9)	12.0	(0.5)	9.1	2.0
浩宁达	70	81.6	1	46.3	14.7	(18.4)	18.3	(12.8)	1.8	(0.4)
东方电气	8,577	24.0	619	31.6	20.3	0.6	10.2	0.4	7.2	0.4
英威腾	130	50.4	19	22.8	39.0	(0.6)	22.0	2.3	14.4	(3.2)
荣信股份	421	40.3	64	22.4	44.0	1.3	25.5	1.7	15.3	(2.2)
上海电气	15,469	10.6	826	16.8	17.3	(0.4)	11.4	0.9	5.3	0.3
正泰电器	1,645	40.6	169	10.1	22.4	(5.6)	7.8	(2.4)	10.3	(2.9)
广电电气	280	15.4	31	9.3	26.4	5.3	20.8	(2.1)	10.9	(0.6)
许继电气	551	31.7	11	5.9	36.8	(1.8)	33.3	(2.5)	1.9	(0.5)
国电南自	403	(2.1)	2	3.9	30.0	2.2	42.4	14.1	0.5	0.0
特变电工	3,731	(6.5)	377	(8.0)	23.8	0.9	11.6	1.0	10.1	(0.2)
中利科技	809	60.8	37	(10.3)	12.8	(2.8)	8.3	(0.5)	4.6	(3.7)
长园集团	349	43.6	32	(10.9)	37.7	(2.2)	29.2	7.9	9.1	(5.6)
天威保变	1,535	(15.2)	144	(12.1)	16.3	(2.2)	14.6	4.6	9.3	0.3
中元华电	21	(6.1)	8	(17.0)	57.3	6.2	13.4	2.1	37.3	(4.9)
置信电气	259	(7.9)	31	(42.4)	27.3	(11.8)	11.1	1.0	11.8	(7.1)
思源电气	312	(14.1)	22	(84.9)	37.6	(7.6)	31.5	7.0	7.1	(33.3)
中国西电	2,076	(14.2)	20	(85.6)	23.1	(0.7)	20.2	3.3	0.9	(4.7)

平高电气	204	(9.2)	(78)	(4702.4)	6.2	(19.4)	47.3	7.9	(38.4)	(39.1)
平均	32.7	19.0	(1.8)	0.2	(2.5)					
新能源										
精功科技	496	129.9	93	1889.6	32.5	14.7	9.6	(5.9)	18.7	16.5
超日太阳	650	41.3	38	764.4	16.7	(1.0)	7.6	(5.9)	5.8	4.9
向日葵	539	26.8	63	757.8	17.9	1.8	5.0	(8.5)	11.6	9.9
南风股份	91	63.5	17	49.6	32.4	0.6	9.3	(3.5)	18.2	(1.7)
东方日升	599	48.0	37	44.6	15.1	(5.9)	(1.7)	(15.4)	6.3	(0.1)
南玻 A	2,095	34.6	415	38.8	36.2	0.0	10.9	(1.3)	19.8	0.6
拓日新能	104	33.5	19	33.5	41.9	(0.4)	19.4	0.3	18.6	(0.0)
湘电股份	1,241	32.3	38	28.4	18.0	(3.4)	14.5	(1.9)	3.0	(0.1)
华锐风电	3,359	20.3	439	1.0	19.5	(3.2)	3.6	1.0	13.1	(2.5)
金风科技	1,856	0.0	206	(17.0)	22.1	(6.4)	16.0	6.4	11.1	(2.3)
平均	43.0	359.1	(0.3)	(3.5)	2.5					

数据来源：广发证券发展研究中心

注：电力设备行业平均值计算时，剔除影响过高的平高电气。

行业盈利水平分析

2010年细分行业盈利能力

2010年各项细分子行业中除发电设备、工控和核电外，毛利率均有不同程度下滑。其中电表和电源设备的毛利率跌幅最为明显，分别下降了7.5和3.9个百分点。高压设备虽然净利率下滑幅度相较不大，但由于思源电气、平高电气、东北电气等公司非经常性损益比重较大，计算扣非后的净利润，高压设备行业上市公司同比下降26.6%，是下降幅度最大的子行业。

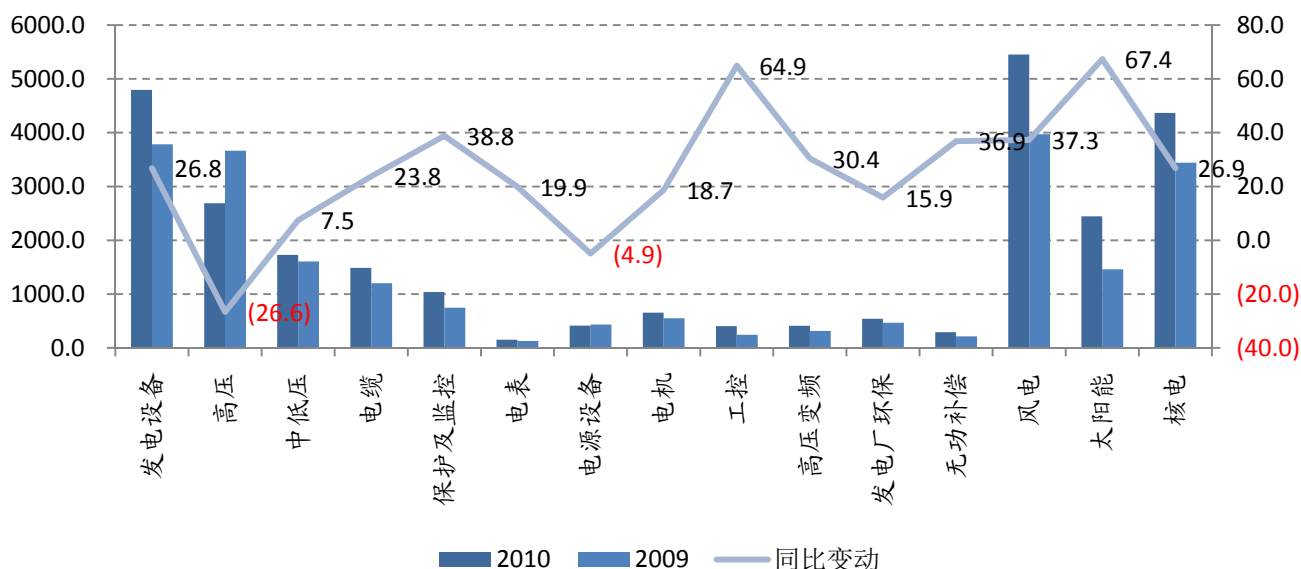
表 6：2010 年细分行业盈利能力分析

行业分类	毛利率		销售费用率		管理费用率		财务费用率		净利率	
	2010	变动	2010	变动	2010	变动	2010	变动	2010	变动
发电设备	18.8	1.7	2.6	(0.0)	8.6	0.7	0.0	(0.1)	5.5	0.9
高压	22.1	(2.0)	6.1	0.1	6.5	0.8	1.6	(0.1)	8.1	(2.9)
中低压	25.4	(1.1)	5.6	(0.3)	7.4	0.6	0.3	(0.4)	10.0	(1.0)
电缆	15.6	(2.5)	5.4	0.0	2.7	(0.5)	1.1	0.1	5.2	(2.7)
保护及监控	32.6	(0.5)	10.4	0.1	10.9	(0.6)	1.4	(0.6)	9.8	1.3
电表	35.5	(7.5)	7.7	(2.4)	10.8	(2.1)	0.2	(0.3)	12.5	(6.5)
电源设备	28.4	(3.9)	8.5	(0.3)	7.7	0.9	(0.7)	(1.3)	11.1	(2.9)
电机	18.5	(2.2)	4.8	(0.8)	5.6	(0.5)	0.8	(0.1)	5.7	(0.4)
工控	32.9	2.9	7.7	0.9	10.6	0.6	(0.8)	(0.7)	14.6	1.4
高压变频	39.0	(0.8)	11.6	1.3	10.7	(0.2)	(0.2)	(1.1)	17.4	0.5
发电厂环保	25.5	(1.5)	2.6	0.1	7.8	0.3	(0.3)	(0.3)	12.4	1.5
无功补偿	44.5	(0.3)	11.4	1.4	12.7	(1.1)	0.8	0.0	20.4	0.5

风电	21.6	(1.0)	3.9	(0.2)	2.7	(0.5)	0.9	0.4	11.8	(0.7)
太阳能	28.4	(1.7)	3.0	(0.5)	5.5	(1.3)	2.6	0.5	14.3	0.1
核电	18.7	1.9	2.7	(0.0)	8.6	0.8	(0.0)	(0.1)	5.4	0.9

数据来源：广发证券发展研究中心

图 4：扣除非经常性损益后净利润增长趋势（百万元）



数据来源：广发证券发展研究中心

2011年一季度细分行业盈利能力

2011年一季度工控设备延续去年的盈利能力提升趋势，毛利率和净利率分别上升 6.0 和 3.2 个百分点，是各子行业中表现最突出的板块。太阳能行业净利率的提升主要获益于一季度财务费用率的下降。

表 7：2011 年一季度细分行业盈利能力分析

行业分类	毛利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)		净利率 (%)	
	2011Q1	变动	2010Q1	变动	2010Q1	变动	2010Q1	变动	2010Q1	变动
发电设备	18.4	(0.2)	2.7	0.1	8.2	0.7	(0.1)	(0.2)	6.0	0.2
高压	22.3	(1.1)	6.4	1.1	8.6	2.0	1.4	(0.5)	6.3	(3.3)
中低压	23.5	(2.5)	5.9	0.3	7.2	(0.1)	(0.6)	(1.1)	8.4	(1.8)
电缆	15.6	(0.5)	5.8	1.3	3.3	(0.2)	1.5	0.6	4.2	(1.6)
保护及监控	33.7	(0.5)	13.8	(0.1)	16.6	0.4	1.6	(0.1)	4.0	0.2
电表	32.8	(9.5)	12.6	(2.9)	19.6	(4.2)	(0.4)	(0.9)	3.3	(0.9)
电源设备	26.6	(1.7)	9.5	0.9	9.0	1.7	(1.9)	(2.2)	8.3	(1.4)
电机	18.0	(2.4)	4.3	(0.4)	6.4	(0.8)	1.7	1.0	6.8	0.6
工控	36.4	6.0	9.2	0.3	14.6	2.6	(3.0)	(2.2)	13.6	3.2
高压变频	39.0	0.1	11.9	0.5	11.8	(0.9)	0.6	1.1	12.9	(2.1)
发电厂环保	23.3	(4.0)	2.4	(0.1)	8.5	1.4	(1.2)	(1.1)	8.8	(3.1)

无功补偿	43.5	0.9	10.8	1.5	11.3	(1.7)	1.7	1.5	15.9	(2.3)
风电	20.0	(4.3)	4.2	0.3	4.2	0.7	1.4	0.9	10.0	(2.3)
太阳能	27.8	(0.2)	3.0	0.0	5.2	(0.8)	(0.1)	(4.0)	14.7	2.8
核电	18.4	(0.0)	2.8	0.1	8.3	0.8	(0.1)	(0.2)	6.0	0.4

数据来源：广发证券发展研究中心

行业运营能力分析

2010年电力设备和新能源行业存货周转天数普遍下降,仅输配电一次设备的高压和中高压以及风电设备存货周转天数有小幅上升。在应收账款周转天数方面,除太阳能、电缆和保护及监控二次设备以外均有上升,其中高压设备的同比变动幅度最大。

表 8: 细分行业运营能力分析

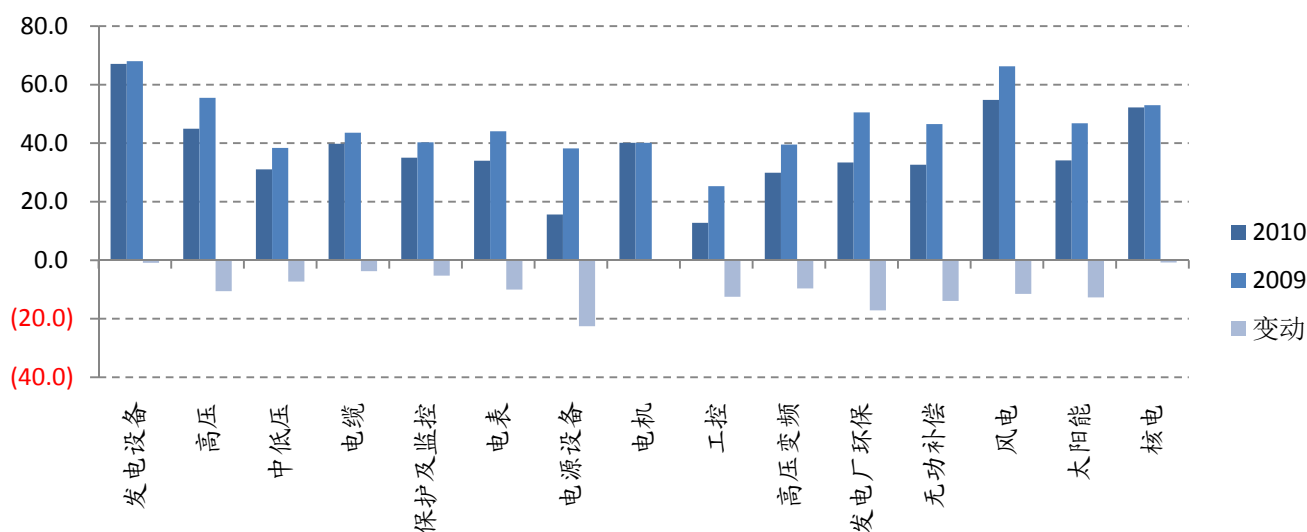
行业分类	存货周转天数			应收账款周转天数		
	2010	2009	变动	2010	2009	变动
发电设备	180	183	(2)	124	104	20
高压	129	121	8	168	131	37
中低压	125	117	8	135	115	20
电缆	56	65	(9)	85	94	(9)
保护及监控	141	168	(28)	182	175	7
电表	169	216	(47)	159	182	(23)
电源设备	122	118	4	149	142	7
电机	83	115	(32)	95	91	4
工控	84	89	(5)	52	54	(3)
高压变频	153	146	7	215	190	25
发电厂环保	158	192	(34)	122	106	16
无功补偿	85	99	(14)	130	127	3
风电	123	118	5	108	87	21
太阳能	89	115	(26)	55	70	(16)
核电	196	178	18	114	91	22

数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债率比较

2010年电力设备和新能源各子行业除电机板块以外,资产负债率较上年同期均有下降。其中电源设备、发电厂环保以及无功补偿下降幅度最大,分别为22.6、17.1和13.9个百分点。这主要是因为统计样本中的新上市公司融资后导致平均资产负债率降低。

图 5：2010 年电力设备新能源细分行业资产负债率变动情况



数据来源：广发证券发展研究中心

投资高成长及利润恢复公司

结合2010年报与2011年一季报的情况，电力设备行业中业绩增长较快的公司集中在工控和太阳能领域。传统的输配电一次高压设备行业龙头除去自身规模的因素外，受电网集中招标的影响较大，去年业绩普遍欠佳，但在今年招标价格回升后可能在下半年迎来业绩拐点。我们建议在板块估值修复的过程中关注成长性明确，有充分业绩支撑的上市公司。

英威腾——新领域增长可期

2011年一季度公司实现营业收入1.30亿元，同比增长50.38%；实现归属上市公司的净利润0.19亿元，同比增长22.83%。

公司一季度营业成本较去年同期增长约52%，其增速超过收入增长的主要原因是由于固定资产规模扩大导致折旧费用上升较快。另外，盈利能力较强的上海御能一季度还未并入合并报表，其他新进入的煤炭、电梯等领域在上半仍处于市场开拓期，将在下半年开始盈利。我们认为公司上半年的业绩增速将达到40%左右，全年增速可达50%~60%。

预计公司2011~2012年的EPS分别为1.60和2.62元，目标价65元，给予“买入”评级。

特变电工——毛利率回升业绩基本稳定

2011年一季度公司实现营业收入37.3亿元，同比下降6.5%；实现归属上市公司的净利润3.8亿元，同比下降8.0%。

一季度公司业绩略有下降，主要因素有：公司产品研发费用和员工薪资增加导致管理费用较上年同期增长33.8%，达到2.4亿元；本期内应收账款增加，按比例计提的坏账准备相应上升，同比增长110.4%，达0.4亿元。今年一季度公司销售毛利率较去年同期上升了0.88个百分点。

我们仍然看好公司在特高压、光伏领域的发展前景。随着特高压建设的全面铺开、

新疆煤电外送建设的展开以及输变电设备价格的止跌回升,公司的输变电业务面临拐点。另外,目前公司多晶硅产能已达1500吨,二期项目1500吨将于今年8~9月投产,预期三期1.2万吨也将获批开工。

预计公司2011~2012年的EPS分别为1.02和1.37元,目标价25元,维持“买入”评级。

正泰电器——发展稳健的中低压电器龙头

2010年公司实现营业收入63.39亿元,同比增长32.02%;实现归属上市公司净利润6.39亿元,同比增长22.36%;每股收益0.64元。2011年一季度,公司实现营业收入16.45亿元,同比增长40.59%;实现归属上市公司净利润1.69亿元,同比增长10.05%;每股收益0.17元。

公司作为国内最大的中低压民营龙头,经营风格稳健。由于中低压电气需求旺盛,其主营业务配电电器、终端电器、控制电器增速均在30%以上,电力电器增长接近130%。而公司未来的新产品以及外延式扩张有望使业绩提速发展。

预计公司2011~2012年的EPS分别为0.85和1.06元,目标价26元,给予“买入”评级。

龙源技术——订单确保全年业绩增长

2011年一季度公司实现营业收入4072万元,同比下降48.64%,净利润245万元,同比下降85%,业绩下降幅度超出市场预期,每股收益0.02元。一季度中公司存货增加较多,存货金额较年初增加129.18%,主要系公司在执行订单金额增加所致。

龙源技术是工程类公司,一季度是全年的淡季。由于一季度有比较多的市场营销费用,历史上有很多年份一季度的业绩是亏损的。

我们对公司2011年全年业绩大幅增长仍然保持信心。公司在2010年报中披露的在手未完成订单为8.3亿元,基本都要在2011年实现收入。公司2011年全年收入超过10亿不成问题(2010年公司收入为4.8亿元)。此外,今年一季度公司订单情况也十分良好,接单再创历史同期最高水平。我们预计公司半年报业绩将有70%以上的大幅增长。

预计公司2011~2012年的EPS为1.43和2.29元,维持“买入”评级。

汇川技术——多产品战略实施有效

2011年一季度实现营业收入2.08亿元,较上年同期增长106.51%;实现营业利润7614万元,较上年同期增长192.35%;实现净利润7170万元,较上年同期增长160.25%;每股收益0.66元,业绩超出市场预期。

公司业绩出现较大增长的原因有:节能环保、高端装备制造等产业政策为变频器、伺服、PLC、直驱电机等产品提供了较大的发展空间;多产品战略的有效实施使得公司的市场竞争力得到了较大提升。

公司预计2011年上半年实现归属公司普通股股东的净利润较上年增长60%~90%。我们长期看好工业控制变频领域,汇川技术仍然是工控领域内生性增长最快的公司。此外,公司也公告收购长春汇通电子科技有限公司,标志着公司外延式收购序幕的拉开。

预计公司2011~2013年的EPS分别为1.75、2.57和3.55元,目标价88元,维持“买入”评级。

精工科技——高增长符合预期

2011年一季度公司实现营业收入4.95亿元,归属上市公司净利润0.93亿元,分别同

比增长129.86%和1889.59%，每股收益0.64元。

公司一季报业绩优良，符合我们之前的预期，同时公司此前与江苏协鑫硅材6.49亿的意向订单也已签订。目前公司光伏设备的毛利率在40%左右，明显高于其他业务。随着光伏设备销售占比的提高，一季度毛利率较去年同期上升14.67个百分点。

为维持今后的持续快速发展、开拓新领域新市场，公司通过年度业绩激励基金实施方案。我们建议积极关注公司未来发展动向，如单晶铸锭炉、剖锭机等光伏设备的开发和销售情况。

预计公司2011~2012年的EPS分别为2.40和3.10元，目标价80元，维持“买入”评级。

中能电气——外延式发展提速成长

2011年一季度公司实现营业收入和归属上市公司的净利润分别为0.75亿和0.13亿元，同比增幅分别为199.3%和193.7%。

公司收购了武昌电控后，扩大了产品在电气化铁路、轨道交通建设领域的市场份额，成为业绩增长的主要推动因素，今年一季度武昌电控贡献净利润超过800万元。另外，公司目前尚有约1.9亿超募资金，为持续的外延式发展提供了可能。

公司的募投项目将在今年年底完成安装调试，明年贡献业绩，略晚于预期。以公司目前的经营规模，我们预计2011~2012年的EPS分别为0.96和1.44元，目标价34元，给予“买入”评级。

浙富股份——行业引领高速发展

2010年公司实现营业收入9.2亿元，同比增长11.04%；实现净利润1.4亿元，同比增长8.9%。2011年一季度公司收入增长31.68%，归属上市公司净利润增长23.25%。

对比公司在2007~2009年的新增订单分别为13.6亿、7.7亿和3.9亿元。公司2010年新增订单达到了16亿元，远超前几年的订单水平。这些订单将确保公司在2011~2013年的业绩快速增长。另外，公司2007~2009年末未完成订单分别为18.8亿、18.9亿和14.5亿元。公司在2010年末未完成订单也达到了历史最高点19亿元。

根据我国在2020年非化石能源占据能源消耗15%的目标，我们预计2020年我国水电年发电量必须要达到1.15万亿千瓦时。按照这个比例2020年水电装机容量至少要达到3.8亿千瓦（其中常规水电3.3亿千瓦，抽水蓄能5000万千瓦），才能实现我国的减排承诺。另外，由于受到日本核事故影响，不排除提升国内水电发展目标，同时加快水电建设的进度。我们认为整个行业将引来真正意义上的高速发展时期。

预计公司2011~2013年的EPS分别为1.35、1.75和2.20元，目标价50元，维持“买入”评级。

许继电气——特高压建设与资产注入值得期待

2011年一季度公司实现营业收入和归属上市公司净利润分别为5.5亿和0.1亿元，较上年同期增长31.73%和5.91%，实现每股收益0.03元。公司业绩基本符合预期。

一季度是二次设备公司确认收入淡季，因此一季报对于公司全年业绩并不具备很大的代表性。在盈利能力方面，公司销售毛利率较去年同期下滑1.87个百分点；在三项费用率方面，销售、管理和财务费用率分别同比下降了0.78、0.74和0.97个百分点。

我们认为公司的看点在于特高压直流项目和集团整合。特高压直流大规模建设确定性强，公司作为直流业务最完整的企业，收益程度相对较高。公司的集团整合仍然值得期待，许继集团如能完成整体上市，预计净利润业绩增厚将超过100%，虽然现阶段还

没有具体时间表，但发展趋势较为确定。

在不考虑资产注入的情况下，预计2011~2012年公司EPS分别为0.50和0.75元。如考虑注入集团资产，预计2011~2012年EPS为1.16和1.42元。我们给予资产注入后2012年28倍市盈率，目标价39元，维持“买入”评级。

湘电股份——电机业务推动业绩增长

2010年公司实现营业收入67.6亿元，同比上升32.11%，实现主营利润5.8亿元，同比上升24.29%，实现净利润2.17亿元，同比上升64.21%。2011年一季度公司实现营业收入和归属母公司净利润分别为12.41亿和0.38亿元，同比上升32.26%和28.40%，实现每股收益0.12元。

从公司业务构成看，毛利水平较高的电机业务成为业绩增长的推动因素。考虑到《节能产品惠民工程高效电机推广实施细则》中对节能电机的政策性补贴，预计公司此项业务今年还将保持营业收入和销售毛利率的提升。

2010年风机业务收入增长46%，但毛利率下降明显，达3.79个百分点。湘电风能的净利润也下降到2711万元。2011年一季度湘电风能的净利润仍在进一步下滑。

公司2011年的经营目标收入89亿元，每股收益0.85元。湘电风能资产收购尚不确定进程，不过目前湘电风能的净利润下降明显，另外49%的股权对公司业绩收购增厚有限。

预计公司2011~2012年的EPS分别为0.85和1.02元，给予2012年28倍PE，目标价28元，维持“持有”评级。

中国西电——下半年盈利能力或企稳回升

2010年公司实现营业收入129.3亿元、营业利润8.5亿元、利润总额7.94亿元、净利润6.55亿元，归属母公司净利润6.39亿元，分别同比下降了7.9%、39.4%、44.3%、45.1%和44.6%。2011年一季度公司实现营业收入和归属母公司净利润分别为21.06亿元和1950万元，同比下降13.5%和77.2%，实现每股收益0.0045元。

一季报延续了2010年报所表现出来的经营情况。由于公司变压器和开关订单到确认收入时间在半年以上，因此一季度业绩反映了去年的招标情况。去南国网招标采用低价中标政策导致行业内竞争加剧，中标价格下滑严重。另外上游原材料价格上涨，使企业的盈利空间受到双向挤压，行业内企业业绩普遍下滑。

今年国网第一批集中招标已经结束，中标价格开始回升。在原材料方面，铜、铝、钢铁板材等价格自年初以来小幅波动，涨幅在1%~3%之间，基本持平。而取向硅钢今年一季度价格涨幅超过30%，对变压器制造企业形成成本压力。总体来看，一次设备制造企业短期内业绩成长仍有压力，若招标价格持续回升，而原材料价格能够企稳，公司利润率回升有望在下半年出现。中长期关注特高压建设项目及海外市场，由于高端重点项目竞争激烈程度相对较低，并且价格因素对招标影响相对较小，产品销售利润率将得到保证。

预计公司2011~2012年的EPS分别为0.13和0.25元，目标价6.5元，维持“持有”评级。

卧龙电气——投资收益贡献主要增长

2011年一季度公司实现营业收入7.44亿元，同比增长13.6%；实现净利润6770万元，同比增长46.6%。

公司业绩增长的最重要原因是公司一季度转让了卧龙置业19%的股权，从而增加了

投资收益约6000万左右。如果除去这个因素影响，公司净利润只有800万元，同比大幅下滑。

公司主营业绩下滑的重要原因是毛利率下降明显，2011年一季度公司产品毛利率为12.5%，同比下降7.8个百分点。其中变压器产品毛利率下滑最为明显。

公司一季度收入增长慢于我们的预期，考虑到毛利率下滑因素我们对2011~2013年的EPS预测下调为0.63(去除卧龙置业转让投资收益影响为0.50元)、0.79和0.91元。给予2011年20倍PE，目标价16元，维持“持有”评级。

风险提示

行业面临的主要风险有：上游原材料价格波动风险，以及光伏产业政策风险等。

广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

相关研究报告

输配电及控制设备制造业_行业深度分析报告	王昊	2010-12-22
输配电及控制设备制造业(0103070610)_行业专题报告	王昊	2010-10-27
输配电及控制设备制造业(0103070610)_行业跟踪分析报告	王昊	2010-10-12

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。